

Production date: 7 Maggio 2020 - 6:30 PM CET

Release date: 8 Maggio 2020 - 7 AM CET

GRUPPO TPS	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY	Target Price: Euro 7,5 (da € 8,4)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	10,49%	-23,83%	-20,09%	-16,36%
to FTSE AIM Italia	11,79%	-9,67%	-775,40%	7,97%
to FTSE STAR Italia	55,61%	33,87%	34,71%	37,55%
to FTSE All-Share	-62,38%	-47,24%	-48,49%	-57,42%
to FTSE-Small Cap	7,08%	-0,98%	-1,68%	-0,81%

FY19 Results

I ricavi sono cresciuti del 53% YoY raggiungendo €36,8 mln (€33,0 mln la nostra stima), grazie sia alla crescita organica (pari a circa il 7%) sia al consolidamento delle società acquisite. L'Ebitda è cresciuto del 48% YoY a 7,05 mln (€5,9 mln la nostra stima). La minore redditività marginale delle società acquisite ha consentito una riduzione dell'Ebitda margin che scende al 19,1% (17,9% la nostra stima) dal 19,8% del FY2018. L'Ebit cresce del 14% YoY a 4,0 mln (€3,6 mln la nostra stima) e di conseguenza l'Ebit margin si riduce al 10,9% (in linea con la nostra stima) dal 14,6% del FY18.

Stock Data

Price	€ 3,58
Target price #)	€ 7,50
Upside/(Downside) potential	109,5%
Bloomberg Code	TPS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 25,89
EV (€m)	€ 22,97
Free Float	24,59%
Share Outstanding	7.232.360
52-week high	€ 5,15
52-week low	€ 3,00
Average daily volumes (1y)	2.946

2020-23 estimates

Crediamo che nel 2020E il management continuerà il proprio percorso volto alla crescita, sia organica che per linee esterne, così come più volte dichiarato. Pur nell'incertezza macroeconomica alla data in cui scriviamo, per il 2020E abbiamo rivisto al ribasso del 20,9% la stima di fatturato e del 30,6% quella dell'Ebitda, che dovrebbero raggiungere €29,4 mln e €4,6 mln (€37,2 mln e €6,7 mln le precedenti stime) rispettivamente. Per il 2021-22E ci aspettiamo un fatturato inferiore del 7,4% e 5,8% rispetto alla stima precedente con un Ebitda inferiore del 5,5% per il 2021E e sostanzialmente stabile rispetto alle nostre stime precedenti per il 2022E.

Key Financials (€m)	2019A	2020E	20201E	2022E
Value of Production	36,8	29,4	38,9	43,5
EBITDA	7,0	4,6	7,5	8,9
EBIT	4,0	1,3	3,9	5,0
Net Profit	2,4	0,8	2,6	3,3
EPS (€)	0,33	0,10	0,36	0,46
EBITDA margin	19,1%	15,8%	19,3%	20,5%
EBIT margin	10,9%	4,3%	10,0%	11,4%

Valuation

Valutazione: TP €7,5 (da €8,4) per azione, rating BUY e risk medium (Invariati). Grazie all'acquisizione di Satiz TPM, il Gruppo TPS non è più configurabile come PMI, restando invece caratterizzato da una fortissima componente innovativa. In altre parole la dimensione del gruppo, pur rimanendo minore rispetto ai comparables del nostro campione, giustificerebbe sempre meno sia il premio addizionale applicato al DCF sia lo sconto del 20% rispetto ai comparables.

Main Ratios	2019A	2020E	20201E	2022E
EV/EBITDA (x)	3,3	4,9	3,1	2,6
EV/EBIT (x)	5,7	18,2	5,9	4,6
P/E (x)	10,8	34,2	10,1	7,8

Considerations

In una veloce discesa del mercato, come quella avvenuta negli ultimi 2 mesi, la metodologia dei multipli tende a perdere di significato quale elemento di espressione del "corretto" valore della società. La dispersione dei multipli indotta dalla volatilità dei diversi titoli che compongono il campione, tende infatti ad essere maggiore, andando ad inficiare la significatività della media stessa quale parametro di calcolo. Più corretta appare quindi la metodologia assoluta (DCF) che non relativizza il valore dell'equity al pari delle metodologie dei multipli. **Abbiamo però prudenzialmente deciso di continuare a mediare i risultati delle due metodologie e di lasciare invariati il premio addizionale nel DCF e lo sconto rispetto ai comparables, potenziando in questo modo la performance positiva attesa per gli investitori. Al prezzi attuali l'EV/Ebitda 2020E e 2021E di TPS risulta a sconto del 47% e 62% rispetto alla media dei comparables.**

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A 1)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Value of Production	24,08	36,81	29,45	38,87	43,54	47,89
COGS	6,62	8,74	6,92	9,05	9,98	10,87
Employees	12,60	20,89	17,87	22,30	24,61	26,80
Other Operating Expenses	0,10	0,13	0,01	0,01	0,01	0,01
EBITDA	4,76	7,05	4,65	7,51	8,94	10,22
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>15,8%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,3%</i>
D&A	1,25	3,02	3,39	3,64	3,97	4,34
EBIT	3,52	4,03	1,26	3,87	4,97	5,87
<i>EBIT Margin</i>	<i>14,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>4,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,3%</i>
Financial Management	-0,19	-0,28	0,10	0,10	0,10	0,10
Extraordinary Management	0,09	-0,24	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	3,42	3,51	1,16	3,77	4,87	5,77
Taxes	1,00	1,07	0,35	1,15	1,48	1,76
Net Income	2,42	2,44	0,81	2,62	3,39	4,02
Group Income	2,31	2,39	0,76	2,57	3,34	3,97
BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A 1)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	5,24	9,19	8,37	8,00	7,75	7,20
Account Receivable	11,69	16,12	14,51	18,14	19,95	21,95
Account Payable	1,89	2,78	2,58	2,97	3,26	3,59
Operating Working Capital	9,80	13,35	11,93	15,17	16,69	18,36
Other asset	2,22	1,90	1,71	1,86	2,03	2,21
Other liabilities	3,98	4,29	3,86	4,21	4,59	5,00
Net Working Capital	8,04	10,96	9,78	12,83	14,13	15,57
Severance Indemnties & Other Provisions	2,87	3,69	4,02	4,09	4,15	4,20
NET INVESTED CAPITAL	10,40	16,46	14,13	16,74	17,73	18,57
Share Capital & Reserves	14,73	16,66	19,05	19,81	22,39	25,73
Minorities' Capital	0,27	0,28	0,33	0,38	0,43	0,48
Group Income	2,31	2,39	0,76	2,57	3,34	3,97
Minorities' Income	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Equity	17,42	19,38	20,19	22,81	26,20	30,22
Cash & Cash Equivalents	9,94	8,31	8,86	8,79	11,11	15,21
Financial Debts	2,51	5,02	2,50	2,50	2,50	3,50
Leasing	0,42	0,38	0,30	0,22	0,14	0,06
Net Financial Position	-7,02	-2,92	-6,06	-6,07	-8,47	-11,65
SOURCES	10,40	16,46	14,12	16,74	17,73	18,57
CASH FLOW (€/mln)	FY18A 1)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	3,69	4,03	1,26	3,87	4,97	5,87
Taxes	0,97	1,07	0,35	1,15	1,48	1,76
NOPAT	2,73	2,96	0,91	2,72	3,49	4,12
D&A	1,58	2,98	3,39	3,64	3,97	4,34
Change in receivable	3,17	-3,32	1,61	-3,63	-1,81	-2,00
Change in payable	-0,43	0,73	-0,19	0,39	0,30	0,33
Change in others	-0,28	-0,37	-0,24	0,19	0,21	0,23
Change in NWC	2,46	-2,96	1,18	-3,05	-1,31	-1,44
Change in provisions	0,06	0,10	0,33	0,07	0,06	0,05
Other changes	-0,65	-0,58	0,00	0,00	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	6,17	2,50	5,80	3,39	6,21	7,07
Capex	(2,37)	(3,66)	(2,56)	(3,27)	(3,72)	(3,79)
FREE CASH FLOW	3,80	-1,17	3,24	0,11	2,49	3,28
Change in Debt to Bank	(1,63)	(0,17)	(2,60)	(0,08)	(0,08)	0,92
Dividend	0,00	(0,36)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Equity	5,33	0,10	0,04	0,05	0,05	0,05
FREE CASH FLOW TO EQUITY	7,50	-1,61	0,69	0,08	2,46	4,25

Source: TPS Group 2018-2019 financial data and Integrae SIM estimates.

1) STPM consolidata da Ottobre

1.1 1H19 results

I risultati del FY19 sono positivi e superiori alle nostre stime.

Table 2 – 2019 actual vs forecast

€/000 Data	2019E		
	Actual	Forecast	% ch
Value of production	36,8	33,0	11,5%
Ebitda	7,0	5,9	19,4%
<i>Ebitda margin</i>	<i>19,1%</i>	<i>17,9%</i>	
Ebit	4,0	3,6	11,9%
<i>Ebit margin</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,9%</i>	

Source: TPS Group 2019 financial data and Integrae SIM estimates.

I ricavi sono cresciuti del 53% YoY raggiungendo €36,8 mln (€33,0 mln la nostra stima), grazie sia alla crescita organica (pari a circa il 7%) sia al consolidamento delle società acquisite: Satiz Technical Publishing Multimedia S.r.l. e delle sue controllate (che nel 2018 erano state consolidate solo per un trimestre) e le società oggetto di acquisizione nel corso del 2019 (EMTB S.r.l. e Dead Pixels S.r.l.).

Il Gruppo TPS si è dotato di una organizzazione trasversale alle singole aziende e basata su 4 Strategic Business Unit: Technical Publishing & Training, Engineering & Cost Engineering, Avionic & Informative Technologies, Digital Content Management.

L'Ebitda è cresciuto del 48% YoY a 7,05 mln (€5,9 mln la nostra stima). La minore redditività marginale delle società acquisite spiega la riduzione dell'Ebitda margin che scende al 19,1% (17,9% la nostra stima) dal 19,8% del FY2018. L'Ebit cresce del 14% YoY a €4,0 mln (€3,6 mln la nostra stima) e di conseguenza l'Ebit margin si riduce al 10,9% (in linea con la nostra stima) dal 14,6% del FY18.

La PFN (cassa) si riduce a €2,9 mln (da €7,0 mln del FY18) grazie alla cassa generata e dopo aver contabilizzato investimenti per €3,7 mln, gli effetti dell'adozione del principio contabile IFRS16 (€2,7 mln) e un ritardo nell'incasso dei crediti commerciali registrato nel mese di dicembre 2019.

1.2 Il cambio organizzativo e strutturale

Già nel primo semestre del 2019 avevano cominciato ad essere visibili i primi risultati dell'operazione di ristrutturazione societaria (semplificazione della struttura e dell'organizzazione societaria e conseguente riduzione dei costi complessivi). Risultati che si sono ulteriormente consolidati anche nel secondo semestre. Ristrutturazione e semplificazione resasi necessaria a seguito soprattutto dell'acquisizione della società Satiz TPM (che comprendeva le controllate TPM Engineering S.r.l. e Satiz Poland sp.zoo).

Ricordiamo che nel corso del 2019 sono state inoltre completate le fusioni della società TPM Engineering S.r.l. (specializzata in ingegneria e progettazione automotive) in Satiz TPM, che ne deteneva l'intera partecipazione, e la fusione per incorporazione di ICB S.r.l. (servizi avionici e software aeronautico) nella capogruppo TPS S.p.A.

Nel corso del 2019 la struttura operativa del Gruppo TPS è quindi stata organizzata su quattro Strategic Business Unit:

- **technical publishing & training.** Questa SBU raccoglie le attività di documentazione tecnica, del supporto logistico integrato e della formazione del Gruppo TPS, sia in ambito aeronautico che automotive e

- ferroviario. La Training Academy del Gruppo (la società svizzera Aviotrace Swiss SA) vede le sue attività formative confluire all'interno di questa SBU;
- **engineering & cost engineering.** Nella seconda SBU confluiscano tutte le attività di progettazione e ingegneria, oltre che quelle relative alla certificazione aeronautica dei progetti (TPS Aerospace Engineering S.r.l.). Sono entrate a far parte di questa SBU l'attività di progettazione automotive, concentrata nella neo-controllata Satiz TPM, l'attività di cost engineering, che fa capo a Stemar Consulting S.r.l., e le attività di progettazione meccanica della neoacquisita EMTB S.r.l.;
 - **avionic services & informative technologies.** Questa SBU raccoglie le competenze in ambito software avionico, test software e integrazione di sistemi di TPS S.p.A. (dopo la fusione per incorporazione della controllata ICB S.r.l.) e le attività in ambito di sviluppi informatici realizzate in varie società del Gruppo TPS;
 - **digital content management.** Nella quarta SBU confluiscano le attività relative alla generazione e alla gestione di contenuti multimediali per la commercializzazione del prodotto o per l'erogazione di programmi formativi su media elettronici. In questa SBU rientra la start-up innovativa Dead Pixels S.r.l., specializzata in applicazioni di realtà virtuale e realtà aumentata.

1.3 New 2019-20E estimates

Crediamo che nel 2020E il management continuerà il proprio percorso volto alla crescita, sia organica che per linee esterne, così come più volte dichiarato. Il lavoro di riorganizzazione dell'intera struttura operativa, che consente un notevole ampliamento della tipologia di servizi tecnici offerti al mercato e accresce ulteriormente il livello professionale dei team di lavoro, mantenendo nel contempo uno stretto controllo dei costi operativi, è rivolto alla creazione dei pilastri che consentiranno la crescita futura del gruppo.

Il management comunica (c.s. del 24 marzo u.s.) che "il mese di febbraio 2020 e la parte iniziale del mese di marzo registrano i primi effetti della gravissima crisi economica innescata dall'epidemia Covid-19 attualmente in corso. Il Gruppo TPS ha compiuto un grande sforzo organizzativo per cercare di continuare a rispondere ai bisogni del mercato, rivedendo completamente la struttura di funzionamento e attraverso l'organizzazione di parte delle attività lavorative in modalità Smart Working.

Tuttavia, anche negli ultimi giorni si registrano fermate delle attività operative presso alcuni nostri Clienti, incluse quindi quelle realizzate dai partner esterni, richiedendo nuovi aggiustamenti nella nostra organizzazione e l'adozione di nuovi strumenti per far fronte alla situazione.

Al momento non risulta possibile effettuare una previsione sulla durata di tali problematiche né, tantomeno, sul loro effetto economico e finanziario sul bilancio 2020 delle società del Gruppo. Ciononostante, va sottolineata l'attuale solidità finanziaria del Gruppo e la sua capacità organizzativa e manageriale. Questi sono gli aspetti che consentiranno verosimilmente a TPS di superare indenne questa crisi e di ripartire con ancora maggiore determinazione appena le condizioni esterne lo consentiranno. Si precisa, infine, che in relazione al D.P.C.M. del 22.03.2020 recante ulteriori disposizioni attuative in materia di contenimento e gestione dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, TPS S.p.A. e la maggior parte delle Società del Gruppo TPS non rientrano tra quelle comandate alla chiusura delle proprie attività produttive".

Diventa particolarmente difficile nella situazione di incertezza alla data in cui scriviamo stimare l'andamento economico, patrimoniale e finanziario prospettico attraverso un approccio bottom up, verificandone poi la significatività alla luce dell'andamento dei macro settori di riferimento. Abbiamo quindi invertito l'approccio. Le nostre stime sono fatte tenendo anche conto delle aspettative di Cerved (*Cerved Industry Forecast L'impatto del COVID-19 sui settori e sul territorio – Marzo 2020*) dove abbiamo considerato i settori auto e motocicli, trasporto aereo. Il report di Cerved considera due distinti scenari. Il primo che lo stop produttivo abbia una durata di 2 mesi e il secondo che abbia una durata di 6 mesi. Difficile al momento capire anche quale possa essere l'effettivo ritorno alla piena produzione, soprattutto considerando le diverse filiere produttive tanto in Italia quanto all'estero. Questi i risultati a cui perviene Cerved:

1 scenario. L'emergenza dura fino a maggio 2020, sono necessari due mesi per il ritorno alla normalità, ci sono impatti importanti sulle economie mondiali e sull'export, non si entra in crisi finanziarie innescate dal contagio, si varano interventi a sostegno delle imprese e delle famiglie e interventi di spesa pubblica: auto e motocicli, flessione del fatturato del 24,5%; trasporto aereo – 25%

2 scenario: L'emergenza dura fino a dicembre 2020 e sono necessari sei mesi per il ritorno alla normalità. C'è un completo isolamento e chiusura paesi UE, non ci sono crisi finanziarie innescate dal contagio e si varano interventi a sostegno delle imprese, delle famiglie e interventi di spesa pubblica: auto e motocicli, flessione del fatturato del 34,8%, trasporto aereo -55%.

Abbiamo inoltre tenuto conto anche degli scenari macroeconomici previsti da PwC (*COVID-19 - Overview e possibili impatti - 19 aprile 2020*). Secondo tali scenari la flessione media del PIL mondiale sarebbe del 2,1% (tra +0,4% e 6% le stime), del PIL medio Europeo del 5,5% (tra -2% e -13%) e del PIL medio Italiano del 7,3% (tra -2,6% e -15%). Il fatturato del settore logistica e trasporti è invece stimato in flessione tra il 13,7% e il 30,2%.

Abbiamo optato per uno scenario intermedio, tenuto conto che gran parte dei progetti sui quali il Gruppo TPS sta lavorando non sono stati fermati totalmente dallo stop delle attività produttive, ma proseguono, seppure più lentamente. Gli scenari sopra delineati riteniamo possano avere un impatto medio sul fatturato 2020E del Gruppo TPS del 20,9% circa rispetto alla stima precedente. In graduale ripresa stimiamo gli anni successivi, dove comunque le stime per il 2021-22E sono inferiori a quelle contenute nella nostra nota del 23 settembre u.s.

Tutto ciò premesso, abbiamo modificato le nostre stime 2020-22E come segue:

Table 3 – 2020-22E estimates Updates

€mln data	2020E			2021E			2022E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	37,25	29,4	-20,9%	42,0	38,9	-7,4%	46,2	43,5	-5,8%
Ebitda	6,7	4,6	-30,6%	8,0	7,5	-5,5%	9,0	8,9	-0,7%
Ebitda margin	18,0%	15,8%		18,9%	19,3%		19,5%	20,5%	
Ebit	4,0	1,3	-68,5%	4,79	3,9	-19,2%	7,5	5,0	-33,4%
Ebit margin	10,7%	4,3%		11,4%	10,0%		16,1%	11,4%	

Source: Integrae SIM

Per il 2020E abbiamo rivisto al ribasso del 20,9% la stima di fatturato e del 30,6% quella dell'Ebitda, che dovrebbero raggiungere €29,4 mln e €4,6 mln (€37,2 mln e €6,7 mln le precedenti stime) rispettivamente. Per il 2021-22E ci aspettiamo una fatturato inferiore del 7,4% e 5,8% rispetto alla stima precedente con un Ebitda

inferiore del 5,5% per il 2021E e sostanzialmente stabile rispetto alle nostre stime precedenti nel 2022E.

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity del Gruppo TPS sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,35%
Risk Free Rate	1,40% α (specific risk)	1,25%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,70
D/E (average)	63,93% Beta Relevered	1,02
Ke	7,80% Kd	2,10%

Source: Integrae SIM

Abbiamo considerato un rischio addizionale dell'1,25%, anche se il raddoppio della dimensione e la diversificazione dell'attività conseguente all'acquisizione di Satiz TPM tende a ridurre fortemente il rischio imprenditoriale rispetto al Gruppo TPS prima dell'acquisizione della stessa.

Ne risulta quindi un WACC del 5,35%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		64,26
FCFO actualized	5,46	9%
TV actualized DCF	55,89	91%
Enterprise Value	61,34	100%
NFP (2019A)	(2,9)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €64,3 mln.**

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%
2,5%		199,5	145,1	113,9	93,7	79,5	69,1	61,0
2,0%		147,8	116,0	95,4	81,0	70,3	62,1	55,6
1,5%		118,1	97,1	82,4	71,5	63,2	56,5	51,2
1,0%		98,9	83,9	72,8	64,3	57,5	52,0	47,5
0,5%		85,4	74,1	65,4	58,5	52,9	48,3	44,4
0,0%		75,4	66,5	59,5	53,8	49,1	45,1	41,8
-0,5%		67,7	60,5	54,7	49,9	45,9	42,4	39,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore del Gruppo TPS, ma con una capitalizzazione maggiore. Le società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 7 – Market Multiples

Company	Market Cap € mln	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
		2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Meggitt PLC	3.326	5,5	7,9	6,7	6,1	7,0	10,7	8,8	7,7	6,6	10,3	8,2	7,3
CAE Inc.	5.102	9,1	10,7	9,3	8,5	14,0	20,0	15,1	13,3	17,2	27,4	20,2	16,6
Aerospace Industrial Development Corp.	1.527	13,3	14,1	13,1		21,0	25,0	21,5		14,6	16,3	14,2	
TransDigm Group Inc.	30.052	13,5	13,9	13,8	12,1	17,0	16,7	15,8	13,7	17,7	22,5	23,2	18,4
Triumph Group Inc.	1.479	5,5	7,0	6,7		11,8	12,7	11,6		2,1	4,4	5,8	
HEICO Corp.	9.502	19,6	22,4	19,7	17,7	23,2	27,3	24,5	21,6	35,1	39,0	36,0	31,6
Figeac Aero SA	378	5,7	10,2	7,7	7,3	17,4	nm	42,8	21,8	15,1	nm	94,3	11,4
Ricardo plc	289	5,4	5,2	4,9	4,7	7,5	7,0	6,9	7,7	8,6	7,9	7,8	8,6
Bertrandt AG	262	2,8	3,3	2,5	2,3	4,3	8,4	4,7	3,6	9,1	21,7	10,1	7,9
EDAG Engineering Group AG	399	5,8	6,9	5,2	4,4	17,4	29,1	13,2	9,6	9,6	30,5	9,9	6,6
AKKA Technologies SE	783	4,2	4,6	3,6	3,3	5,6	6,9	5,1	4,6	7,0	6,8	5,7	4,9
SOGELAIR SA	89	5,3	5,9	4,9		9,8	11,7	8,5		10,4	14,4	9,0	
Average		8,0	9,3	8,2	7,4	13,0	16,0	14,9	11,5	12,8	18,3	20,4	12,6

Source: InfFinancials

L'equity value medio del Gruppo TPS utilizzando i market multiples EV/Ebitda, EV/Ebit e P/E risulta essere pari a €55,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 20% in modo da includere nel prezzo la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel, oltre che una capitalizzazione inferiore. Pertanto, ne risulta un **equity value di €44,4 mln.**

Rispetto alla nota del 23 settembre 2019, i multipli medi hanno subito una flessione significativa. Due dati su tutti: l'EV/Ebitda medio del 2019 è sceso del 28,0%, mentre il P/E 2019 del 37,1%, riflettendo la crescita media del premio per il rischio richiesto dagli investitori per il settore operativo.

La valutazione basata sui multipli di mercato, soffre della volatilità dei prezzi indotta dalla percezione del rischio implicito medio degli operatori del mercato. Motivo questo per il quale in momenti di mercato euforico, la metodologia tende a sopravvalutare il valore delle società rispetto al DCF, mentre in momenti di mercato depresso tende a sottovalutare il valore delle società rispetto al DCF. Non sappiamo se l'attuale momento di mercato rifletta prezzi da considerarsi particolarmente a sconto oppure a premio rispetto al valore potenziale delle aziende. Ma sappiamo che esiste un indicatore, che è proprio la volatilità, che cresce in modo esponenziale nei momenti di cambiamento nell'umore degli investitori. Dall'inizio dell'anno ad oggi l'indice di volatilità a 30 giorni misurato da Borsa Italiana (IVI) fatto segnare un massimo di 83,7x il 16 marzo (era 9,86x il 18 febbraio). Volatilità e quindi rischio percepito in aumento, stanno a significare che gli investitori richiedono un rendimento complessivo più elevato per compensare il maggior rischio. A parità di tutte le altre condizioni, questo si verifica solo se il prezzo di acquisto è più basso.

2.3 Equity Value

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	54,3
Equity Value DCF (€/mln)	64,3
Equity Value multiples (€/mln)	44,4
Target Price (€)	7,5

Source: Integrae SIM

L'equity value medio (media dei due valori) risulta quindi pari a €54,3 mln, vale a dire €7,5 (prev. €8,4) per azione. Confermiamo il nostro rating BUY e rischio MEDIUM.

3. Considerations

In una discesa molto repentina del mercato, come quella avvenuta negli ultimi 2 mesi, la metodologia dei multipli tende a perdere di significato quale elemento di espressione del “corretto” valore della società. Questo perché la dispersione dei multipli indotta dalla volatilità dei diversi titoli che compongono il campione, tende a essere maggiore, andando ad inficiare la significatività della media stessa quale parametro di calcolo. Più corretta appare quindi la metodologia assoluta (DCF) che non relativizza il valore dell'equity al pari della metodologia dei multipli, ma esprime il valore della società in funzione della cassa prodotta dalla stessa.

Inoltre, grazie all'acquisizione di Satiz TPM, il Gruppo TPS non è più configurabile come PMI, restando invece caratterizzato da una fortissima componente innovativa. In altre parole la dimensione del gruppo, pur rimanendo minore rispetto ai comparables del nostro campione, giustificherebbe sempre meno sia il premio addizionale applicato al DCF sia lo sconto del 20% rispetto ai comparables.

Nonostante questo, abbiamo prudenzialmente deciso di continuare a mediare i risultati delle due metodologie mantenendo il premio addizionale nel DCF e lo sconto rispetto alla media dei multipli dei comparables, andando in questo modo a potenziare la performance positiva attesa per gli investitori.

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999
Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
25/09/2017	Buy	6,4	Medium	FY16 Results
13/04/2018	Buy	7,0	Medium	FY17 Results
20/09/2018	Buy	9,4	Medium	1H18 Results
09/04/2019	Buy	8,5	Medium	Update
23/09/2019	Buy	8,4	Medium	1H19 Results

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræe SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræe SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the TPS Group S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of TPS Group S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by TPS Group S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.